

学校编码: 10384

分类号_____密级

学 号: X9815080

UDC_____

学 位 论 文

国有企业股票期权理论与应用

许 福 春

指导教师姓名: 廖泉文 教授

申请学位级别: 硕 士

专 业 名 称 : 工商管理(MBA)

论文提交日期: 2000 年 11 月

论文答辩日期: 2000 年 12 月

学位授予单位: 厦 门 大 学

学位授予日期: 年 月

答辩委员会主席_____

评 阅 人_____

2000 年 11 月

目 录

前言-----	1
一、我国国有企业目前实行的激励理论与实践-----	2
(一) 国有企业当前几种流行的分配激励制度-----	2
(二) 国有企业当前分配制度的缺陷-----	2
(三) 国有企业分配制度缺陷的原因分析-----	3
二、世界若干国家和地区股票期权的运行机制比较研究-----	5
(一) 美国股票期权运行状况-----	5
(二) 日本股票期权运行状况-----	9
(三) 欧洲国家股票期权运行状况-----	12
(四) 我国香港特别行政区的股票期权运行状况-----	15
(五) 各国股票期权运行机制比较-----	16
(六) 股票期权的效益分析-----	18
三、股票期权理论研究-----	20
(一) 期权的基本概念-----	20
(二) 期权表现形式-----	20
(三) 期权激励的机理分析-----	22
四、案例分析-----	24
(一) 四个典型案例-----	24
(二) 案例分析-----	29

(三) 股票期权制度理论的进一步讨论-----	32
五、我国股票期权激励方案的设计-----	39
(一) 股票来源-----	39
(二) 股票期权计划的条款-----	41
(三) 期权数量和行权价的调整-----	44
(四) 持有人服务的终止-----	46
(五) 公司合并与控制权转移-----	46
(六) 信息披露-----	47
六、我国股票期权在体制上存在的几个问题和改革建议-----	48
参考文献-----	50
后记-----	52

内 容 摘 要

股票期权制度¹在欧美国家实行的很普遍，实证研究证实这一制度是非常有效的激励经理人员积极性和防范经理人员的道德风险的一种具有内在“免疫力”的制度，具有“金手铐”的美誉。第一部分主要讲述由于我国的经济制度存在着很强的计划经济的惯性，企业制度的改革困难重重，举步为艰，特别是投资主体和所有者不能真正到位，导致我国国有企业的改革不彻底，即使改制后的企业公司机构治理²仍然混乱。究其原因，关键是没有完善的经理人激励制度。这就是本文写作的目的——推动股票期权制度在我国的实施。

股票期权制度在 80 年代的美国兴起，它来自于股票持有计划制度，第二部分系统介绍了美国、日本、英国、法国和香港特别行政区的股票持有制度的历史背景、产生的原因、发展的情况、政府部门对该制度的看法和鼓励措施。通过分析全美 1999 年 362 家最大企业的 CEO³ 收入与股东权益增长对比和 CEO 收入与公司业绩对比我们发现股票期权制度产生的效益是很显著的。

既然股票期权制度是好制度，那么，何为股票期权制度？第三部分介绍了股票期权的概念。所谓的股票期权即企业按一定的价格授予被授予人一定额度的企业股权的购买权并在一定时期后可以兑现，以此作为被授予人的薪酬或奖励的制度。同时深入分析了这项制度的机理，股票期权制度是以新增利润作为分配依据的，这有别于利润分配制度、承包制、利润递增包干、现有的经营者风险低押金制度、以及股票奖励计划，体现其科学合理的分配制度思想。

第四部分重点介绍了上海、北京、深圳、武汉四个城市的股票期权制度的尝试，有关的地方政府鼓励措施，展示了股票期权制度在我国经济体制改革过程

¹ 股票期权制度指的是企业授予被授予人一定价格和数量的企业股权的购买权，作为被授予人的薪金或奖励的一种报酬制度

² 所谓公司治理结构，简单地说就是一国政治经济体系中的企业制度安排。这种安排决定企业为谁服务，由谁控制，风险和利益在投资人、管理层、员工和相关利益群体之间怎样分担，以及企业最高领导班子怎样构架，怎样决策。

³ CEO 指的是公司首席执行官，即企业最主要的经营者，如：总经理、总裁等

中具有强大的生命力和光明的应用前景。第五部分就股票期权应用提出一个较为实用的、可以符合当前国家有关法律制度和条款的设计方案，内容包括期权所需股票来源的四种途径、认股权计划的管理机构等相关内容的设计。

第六部分主要针对我国股票期权在体制上存在的经理人市场机制不健全、证券市场低效率、及股票来源的合法性几个问题进行呼吁改革并提出建设性的意见。

关键词： 国有企业 股票期权 理论与应用

前 言

一个企业的员工把企业的手提电脑丢了，企业的安全保卫部门、人事部门、及企业的各级领导一定都要找该员工谈话，找出问题之所在，最终，该员工也一定会受到严厉的处罚。而企业的一位经理的辞职，试问：董事长会被处分吗？总经理会被处分吗？不会！答案是显而易见的，企业从上到下，不会有人因此而受到处分，也不会有哪位总经理就此深刻反思在他（她）领导下的企业为何会导致人才流失？没有哪一位总经理或人事经理真正就企业的人才状况进行盘点。

“以人为本”的管理是当今人才管理最响亮的口号，其本质就是激励体制与考核体制的建立和健全，本文将就国有企业改制过程中，如何对经理人员进行有效的激励与考核进行探讨，以期望推动我国股份期权的实施。

十五届四中全会提出了在国有企业中进行股权激励试点后，从已公布的材料看，有一批上市公司进行了有益尝试，如浙江创业、武汉中商、鄂武商、上海金陵、自仪股份、泰达股份、上实联合等。但主要是进行了股票奖励计划，与实际意义上的股票期权有着本质的区别。因此，我国国有企业在进行股票期权探索还有一段较长的路要走。

股票期权在国外已广泛应用与各个领域和工商企业。企业股票期权制：（Emecative Stock Option, 简称ESO）是从ESP（Employee Stock Programme, 雇员持股计划）运用衍化而来的。所谓“雇员持股计划”是指公司雇员拥有全部或部分股权。1956 年在美国得到联邦及洲法律的认可，并开始飞速发展。至目前，全美有 11000 家公司实行 ESP，其中有著名企业如宝洁公司（P&G）、特来斯勒公司、联合航空公司、微软公司、惠普公司等。ESP 不仅为雇员提供安全的经济保障，而且大大提高了企业的生产效率。“雇员持股计划”的成功使所有者意识到：经理持股计划即股票期权 ESO 可以有效地激励经营者，是连接所有者与股东最好的桥梁，股票期权（ESO）由此产生。

一、我国国有企业目前实行的激励理论与实践

由于我国国有企业历史较长，计划经济体制所延续的制度惯性大，原有的激励机制一直沿用到现在，尤其在国有企业的分配体系中表现更加明显。

（一）国有企业当前几种流行的分配激励制度

“**八级工资制**”是国有企业分配制度的代表。它人为地把报酬分成八个级别，根据不同人的不同点套用不同的级别。主要有工资总额制、岗位技能工资制、年薪制等。

1、工资总额制

工资总额制指的是上级部门根据企业情况进行核定后下达给企业的工资额度。

2、岗位技能制

岗位技能工资制指的是根据不同的人划分不同的岗位技能，不同的岗位技能套用不同的基数工资，加上年龄工资和效益工资，就形成岗位技能工资制。

3、年薪制

年薪制一般是针对国有企业的领导而设定的。从企业全年的效益按一定的比例进行提取奖励，以期望提升国有企业领导绩效和产生自我道德风险防范机制的免疫能力。

（二）国有企业当前分配制度的缺陷

随着市场经济不断发展，现行的工资分配体制已不能适应我国经济的快速发展和经济体制的快速转变的需要，其弊端表现在：

1、工资总额的管理机制不合理。

由于忽视企业具体的生产经营情况，没有很好与企业成本和效益相挂钩，致使工资总额与成本的承受能力之间的矛盾日益突出。工资增涨具有很强的刚性，不论企业经济效益如何，职工工资只能增不能减。亏损企业少发工资，职工认为是拖欠，造成很大的思想混乱。再者工资结构复杂，单元多，各单位职能不清、重复交叉，弱化各单元之间的功能联系。近几年来工资平均增长较多，不变工资部分的比例越来越大，削弱了激励作用。同时企业内部严重存在大锅饭的问题。

2、岗位技能工资与工龄相关度过密。

岗位技能工资对职工的现实劳动成果不但不能很好的反映，还造成人为的同酬不同岗或同岗不同酬，论资排辈现象严重，高素质的年轻职工不安心工作，工资对人员的流动导向不利，形成企业冗员与结构缺陷并存。企业向苦、脏、累、险岗位倾斜的同时，向技术岗位和重要的管理岗位倾斜力度不够。

3、年薪制对企业领导人只有正面的激励，缺乏相应的约束机制。

对拿年薪制的企业领导来说，企业的效益好就多提奖金，不好起码也还有基本的工资和效益，本质上行成旱涝保收的结果。同时对贡献特别大的企业，年薪与企业领导的付出不成比例，企业领导的道德风险同样存在。

（三）国有企业分配制度缺陷的原因分析

我国的国有企业及国有控股企业中，由于分配制度的不合理，经营者的心态和行为变异极为普遍。红塔山集团总经理储时健的犯罪、贵州省国际信托投资公司前任经理阎健宏刚执行完极刑，继任经理上任仅几个月就又急不可耐地犯罪，这些现象说明国有企业领导普遍存在这种现象：以竞相“寻租”国有资产为快，以“经营”领导为时髦，以从事投机性活动为嗜好，以染上“贷款癖”为荣。这说明国企领导并不缺乏经营思维的头脑，而是国有企业的管理体制本身有问题。

1、现行的产权制度没有产生“制度生产力”的作用。

一种行之有效的制度，其本身就应具有内在的免疫功能。与己相关的产权制度安排由于其利益直接相关，因而能自发地、有效地从体制内产生一种激励功能和对不良行为的免疫力。反之，那种与己无关的产权制度安排，由于缺乏利益的直接相关性，容易使不良行为泛滥，从而使企业的生产经营状况恶化。

2、经营者的产生没有引入竞争机制。

在西方的股份制公司中，对经理业绩的考核评价以及对经理的选择，都是股东通过一个有效率的、竞争性的资本市场与劳务市场来实现的。而我们的国有企业及改制后的股份制企业，经理层、董事会、监事会人选都还是继续沿用行政指派的方法，以至形成“换汤不换药”的结局，这种机制，决定了经营者认为“经营领导”比经营企业更重要。

3、经营者的权利和责任不对称。

国有股份公司庞大的财产交给经营者经营时，由于我们没有在经营者与企业财产之间建立起一种财产权利和财产责任结合起来的的有效机制，其结果必然是：一方面经理对股东的资产支配犹如对自己的资产一样随便；另一方面又对经营的后果不负责任。

4、社会对经营者的价值认同程度不高。

企业家是一种特殊的商品，其经营能力是资本的稀缺要素，他与科学家、理论家一样，也是一种专门的职业。然而，由于市场竞争的存在，他又不能象科学家一样允许有无穷尽的失败。很多人对企业家的认识还很肤浅，内心里还不能接受企业家应有的报酬。

解决国有企业的问题一定要解决经理层的问题，其核心就是要建立和健全经营管理者的激励和约束机制，实行经营者收入与业绩相挂钩，而股票期权制的引入，恰恰可以成为国企改革的突破口，股票期权制本身存在很强的“制度生产力”。

二、世界若干国家和地区股票期权的运行机制比较研究

当前世界各国尤其是发达工业国家都普遍采用股票期权来激励经理人，以达到促使经理人对企业贡献最大化及约束其道德风险，同时也使企业边际收益及对社会贡献达到最大化，风险最低。

（一）美国股票期权运行状况

美国是全球应用股票期权最早的国家。1956 年股票期权在美国提出至今，经历了三个阶段。1956—1970 年间主要采用雇员持股计划，1970—1990 年间主要采用股票期权，其针对性较强，主要是对经理人而设定。1990 后至今股票期权有向全员发展的趋势。股票期权本质上是由雇员持股计划演变而来的。

1、美国职工持股计划产生的原因和作用

从职工持股计划产生的背景来看，其原因可概括以下几点：

（1）对资本主义雇佣关系的改良。

在传统的雇佣关系下，工人不拥有企业所有权，不得不服从于雇主的权力，工人的创造性和积极性得不到充分发挥，而职工持股计划则可在生产资料私有制和自由的市场经济制度下改变传统的雇佣关系。

（2）寻求公平。

职工持股计划有利于重新分配社会财产，让工人打破资本封闭的财富垄断，并分享应得权益，使社会更加稳定和公平。

（3）实现“以人为本”，调动劳动者的积极性。

在传统的资本主义企业中，工人在生产中没有自主权利，只能够获得劳动力报酬，而企业的投入、运行及产生的权益都倾向资本。这种以资本股份为权益标准的所有制体制严重挫伤了工人积极性和创造性。职工持股计划则可让职工拥

有资本股份，从而实现“以股为本”向“以人为本”转变。

（4）企业和工人自救。

通过向职工增资发行职工股，一方面可使陷入经营困境的企业免于破产，另一方面可使工人拥有部分甚至全部产权、经营权和分配权，增强工人对企业的责任感和剩余利益索取权，从而成为企业自救的有效手段。

但自 80 年代以来，美国实行 ESOPs (Employee Stock Option Plans) 的原因与初衷相比显得多样化且复杂（见表 1）：

表 1 组建 ESOPs 的原因

原因	百分比
雇员福利	91
提高生产效率	74
纳税优惠	70
从主要持股者手中购买股票	38
降低股票交易量	36
将主要所有权转给雇员	32
为投资筹集资金	24
减少怠工	14
避免成立工会	8
防御敌意接管	5
挽救衰退的公司	4
作为降低薪水的交换	3
将公司转为非上市	1
其他	<0.5

资料来源：贺小刚，“论我国上市公司职工持股计划的建立”，《改革》，2000 年 3 月期。

2、美国股票期权的产生及发展变化

(1) 美国股票期权的现状及产生的原因

股票期权制于 50 年代早期出现于企业竞争最为激烈的美国，从 80 年代至今，美国大多数公司都实行这种制度。其中美国硅谷的高科技公司普遍采用股票期权制，全球最大的 500 家大公司至少有 89% 采用股票期权制，进入 90 年代，美国股票期权计划得到迅速发展。其原因是：越来越多的企业认识到这一计划有利于协调经营者与股东之间的利益关系；90 年代美国经济持续高增长、低通胀、低利率等宏观经济因素推动股票市场的持续繁荣，使股票期权比现金报酬更有吸引力；美国现行的税收政策和会计准则也使股票期权成为一种廉价的报酬形式；80 年代前后美国的接管运动和公司治理结构的变革为股票期权的实施奠定了基础。

(2) 股票期权的发展变化

由于股票期权将经理人员的报酬与公司的市场价值相联系，有利于协调经营者与所有者之间的利益关系。90 年代后，美国的股票期权制度有了新的变化，其变化发展主要有以下特点：

A、股票期权收入在经理人员的报酬结构中增长快、比重大。

美国公司经理人员的报酬一般由年薪工资、奖金和股票期权三部分构成。90 年代以后，来自股票期权的收入成为其中增长最快和比重最大的部分。1998 年，美国前 200 家大公司 CEO 的股票期权平均收入达到 830 万美元，而现金年薪只有 75 万美元左右，年末尚未实现的股票期权收入还有 5000 万美元⁴，1999 年《商业周刊》排名的 1998 年前 20 位高薪 CEO 的年薪收入平均 1.56 亿美元，其中股票期权收入 1.31 亿美元，占比 84%⁵。如果按照布莱克—斯科

⁴ The Economics. August 7, 1999, P18.

⁵ 《商业周刊》1999 年 4 月期，第 19 页。

尔斯 (Black-Scholes) 期权定价模型估算, 1998 年美国 100 家大企业的经理人员薪金, 有 53.3% 来自股票期权, 1994 年是 26%, 80 年代中期仅为 2%⁶。2000 年《商业周刊》排名的 1999 年前 20 位高薪 CEO 的总收入平均 1.129 亿美元, 其中期权收入为 1.087 亿美元, 占 96%⁷。期权收入在报酬结构中所占的比重增长迅速。

布莱克—斯科尔斯 (Black-Scholes) 期权定价模型⁸



$$C_0 = S_0 N(d_1) - Xe^{-rT} N(d_2)$$

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S_0}{X}\right) + \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right)T}{\sigma\sqrt{T}}$$

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{T}$$

C_0 : 期权价格 S_0 : 当前的股票价格 $N(d)$: 标准正态分布状态下的期权发生的概率
 X : 行权价 e : 2.71828 r : 市场利率
 T : 行权期 \ln : 自然对数 σ : 股票年回报率的标准差

B、股票期权实施的范围不断扩大。最初的股票期权一般是授予一些大公司的高级经理人员, 而今天, 几乎所有的大公司、包括一些小公司也都实行股票期权计划。同时授予人也扩展到一般的雇员, 1992 年美国拥有期权的雇员大约 100 万人, 1996 年, 已有 2000 家公司的 300 万雇员拥有股票期权, 其总价值在 1000 亿美元以上, 1998 年, 拥有股票期权的人数达到 800 万人⁹。

C、股票期权数量在公司总股本中的比重上升。

80 年代, 为避免股票期权的授予稀释公司的盈余而影响原有股东的利益, 股票期权的总数大约只占公司总股本的 3% 左右, 而到 90 年代这一比重已超过 10%。根据 Pearl Meyer 咨询公司的研究, 美国前 200 家公司授予的股票期权仅 1998 年前半年就约占在外流通股数的 2%, 加上过去的部分, 到 1998 年底, 达

⁶ The Economics. August 7, 1999, P18.

⁷ 《商业周刊》2000 年 6 月期第 57 页。

⁸ 《Investments》, Forth Edition, p668.

⁹ Business Week July, 1999, P80-84.

到总股本的 13.2%，总市值 1.1 万亿美元，全部累积也不过 6.9%。在一些高科技产业，这一比重更高，如 Apple 公司这一比重达到 18%，Lehmanh 和 Merrill Lynch 等公司用于激励的股份已超过 50%¹⁰。

D、股票期权的种类日益丰富。

股票期权最初主要是非限制性期权 (Nonqualified Option) 和激励性股票期权 (Incentive Stock Option) 两种类型，而激励期权也基本上是标准的固定价格期权 (Standard Fixed-Price Option)。由于单一形式的期权在股市波动时不适应经理人员行权的需要，或者对有关方面的利益可能产生影响，因此，实践当中又派生出许多其他类型的股票期权：溢价期权 (Premium-Price Option)、指数期权 (Indexed Option)、换新期权 (Reload Option) 等¹¹。

E、股票期权的行权方式灵活多样。

早期的股票期权不仅种类单一，而且主要以现金方式来执行，而今天，不论持有何种期权，许多公司都可以提供非现金的行权方式，可以进行期权互换，也可以委托专门的经纪人代为买卖，一些公司还允许将股票期权转让给家庭成员以减少税负，甚至允许提前执行期权等。

(二) 日本股票期权运行状况

日本的职工持股制度是在本国经济处于高速发展的起步阶段，对外开放逐渐扩大的情况下发展起来的，同时，其发展过程深受美国的影响，二者表现出一定的共性。即股票期权来源于职工持股计划，但由于东西方文化的差异，使得日本的期权计划与职工持股制度体现出日本的管理特色。“职工持股制度是日本股份制企业实行的比较普遍的新的制度。就是在公司内部设立本企业职工持股会，由职工个人出资，公司给予少量补贴，帮助职工个人积累资金陆续购买本企业股票的一种制度”。

¹⁰ The Economics. August 7, 1999, P18.

¹¹ 栾祖盛，“美国企业现行股票期权计划存在的问题与争论”，《南开管理评论》，2000 年 3 月期。

1、职工持股产生的背景和发展情况

60 年代初，日本加入了国际经济合作发展组织，从而必须实行资本自由化，放宽对外商直接投资的限制，出现了企业的股票被包买包吞的可能性，在股市上流通的股票比例减少。

(1) 为防止企业被吞并，必须建立一支稳定的股东队伍。

企业职工持股就此应运而生。日本形成稳定的股东队伍的办法有两种：一是企业法人相互持股，法人持有股份不完全是为了获得收益，而是为其经营战略的需要以影响持股企业的经营管理，所以，其持有的股份不会随着市场价格的波动而抛售，具有相对的稳定性。这种法人持有股票属于“控股证券”的性质。二是本企业职工持股，职工持股会的股票只有在个人名下积累满千股时才能由持股会名下转到个人名下。由于个人持有股票主要是为了取得红利和股票增值所带来的“资本收益”，且它经常随股价的变动被买卖，它具有“利润证券”的性质，为此有企业还规定，在满千股时，还必须有特殊理由，如婚丧、嫁娶、购房，才能卖出个人的股票。这有利于形成稳定的股东队伍。

(2) 吸引人才，增强职工的归属感，调动职工的积极性。

从 60 年代开始，日本经济处于高速增长时期，优秀劳动力资源紧缺，为了稳定高素质劳动队伍，吸引优秀人才，职工持股会使职工持有本企业的股票，并通过职工的努力工作可以使股票增值带来额外收益，因此，促使每一个职工关心企业的生产经营，同时稳定人才起到积极的作用。

(3) 为了帮助职工形成个人财产。

对参加持股会的职工来说既是带有强制性储蓄，又有享受公司给予相应的补贴。日积月累，达到退休年龄时，可以形成一笔可观的财产。它也是形成养老保障金的措施之一。

(4) 日本的股票发行和买卖制度是职工持股会产生的直接原因。

日本的上市公司的股票，一般以千股为买卖的基本单位，一千股以下是不能购买的。每一股的面额为 50 日元，每一单位的股票面额合计为 50,000 日元。但每股交易是按市价计算的，市价一般为面额的十几甚至几十倍。这样购买一单

位的股票需要几十、上百万日元的资金。一般来说，普通的职工不容易购买，而职工持股会从员工的工资拿出一定比例集中起来，以职工持股会的名义统一购买本企业股票，由持股会持有，按每个人出资额分别列帐，使职工零星出资购买股票成为可能。

2、日本职工持股状况

经过几十年的发展，日本职工持股得到长足的发展。见表2。

表2 日本上市公司职工持股状况

年度		1985	1986	1987	1988	1989
实施状况	上市公司个数	1834	1882	1925	1978	2031
	持股制度实施公司	1630	1687	1738	1800	1877
	实施比例%	88.9	89.6	90.3	91.0	92.4
股票所有状况	全部上市股票数（千单位）	318182	330596	347772	367282	384422
	实施公司上市股票数（千单位）	285492	298341	315478	335274	363355
	持股会持有股票数（千单位）	3742	3346	3181	3128	3185
	持股会持有比例%	1.31	1.12	1.01	0.93	0.88
	对上市公司	1.18	1.01	0.91	0.85	0.83
加入状况	实施职工总数（千人）	4418	4724	4760	4818	5031
	实施公司本身员工加入者数（千人）	1765	2066	2124	2207	2285
	加入比例%	40	43.7	44.6	45.8	45.4
	总加入者数（包括子公司的职工）（千人）	1896	2214	2273	2370	2477

资料来源：王斌，《企业职工持股制度国际比较》，经济管理出版社，2000年1月第1版。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库